

भारत में प्रतिभूतिकरण : धीमा या तीव्र?*

आर. गांधी

वित्तीय क्षेत्र की प्राथमिक भूमिका अंतिम बचतकर्ताओं और अंतिम निवेशकों के बीच मध्यस्थता करने की होती है। शुरुआत में, बैंक मध्यस्थ हुआ करते थे। वित्तीय क्षेत्र के विकसित होने से, इस तरह की सीधे मध्यस्थता या अन्य मध्यस्थों के बीच मध्यस्थता करने के लिए अन्य प्रकार के वित्तीय संस्थानों का जन्म हुआ। विभिन्न प्रकार के वित्तीय उत्पादों की शुरुआत होना इसी तरह की घटना रही है जो ऐसी मध्यस्थता करते हैं और जो सामान्य जमा एवं अग्रिमों से बहुत भिन्न हैं। जैसा कि हमें ज्ञात है, प्रतिभूतिकरण इस प्रकार की मध्यस्थता करने वाले नवीनतम उत्पादों में से एक है।

प्रतिभूतिकरण - परिभाषा

2. प्रतिभूतिकरण, आवासीय रेहनों (मॉर्टगेज), वाणिज्यिक रेहनों (मॉर्टगेज), आटो ऋणों या क्रेडिट कार्ड देयताओं (या अन्य गैर-ऋण आस्तियां जिनसे प्राप्तियां/आय उत्पन्न होती है) जैसे विभिन्न प्रकार के संविदात्मक ऋण की पूलिंग करने तथा उनके संबद्ध नगदी प्रवाहों की तृतीय पक्षों को प्रतिभूतियों के रूप में बिक्री करने की वित्तीय परिपाटी को कहते हैं, जिसका विवरण बांडों, पास-थ्रु प्रतिभूतियों या संपाश्वीकृत ऋण देयताओं (सीडीओ) के रूप में दिया जा सकता है। प्रतिभूतिकरण से ऋण बाजारों में विविधता आती है क्योंकि इससे ऋण प्रदान करने और निधीयन की प्रक्रिया बहुत से पृथक कदमों में विभक्त हो जाती है, जिसके कारण बड़ी अर्थव्यवस्थाओं का विशिष्टीकरण होता है।

3. दरअसल, प्रतिभूतिकरण के दो प्रमुख चरण होते हैं। पहले चरण में एक आस्ति की बिक्री होती है या आस्तियों के मालिक ('प्रारंभकर्ता') द्वारा तत्काल नगद भुगतान के बदले 'बैंकरप्सी

* राष्ट्रीय प्रतिभूति बाजार संस्थान (एनआईएसएम) द्वारा 14 जुलाई 2015 को मुंबई में आयोजित "इंडिया सेक्युरिटाइजेशन समिट 2015" में श्री आर. गांधी, उप गवर्नर, भारतीय रिजर्व का उद्घाटन भाषण। सुश्री अनुपम सोनल द्वारा उपलब्ध कराई गई सहायता के प्रति आभार।

रिमोट' विशेष प्रयोजन माध्यम ('एसपीवी') के बदले आस्तियों की पूलिंग और बिक्री की जाती है। दूसरे चरण में, प्रतिभूति ब्याज का पुनर्निर्धारण एवं/या बिक्री की जाती है जो तृतीय पक्ष निवेशकों को व्यापार योग्य ऋण प्रतिभूतियों की आस्तियों या आस्तियों के पूल से होने वाले नगदी के प्रवाह को दर्शाता है।

4. इस प्रकार से, संक्षेप में कहा जा सकता है कि प्रतिभूतिकरण ऐसी आस्ति या आस्तियों के समूह को, जो चलनिधियुक्त न हो, को लेने और वित्तीय अभियांत्रिकी के माध्यम से उनको प्रतिभूति में बदलने की प्रक्रिया है।

प्रतिभूतिकरण के लाभ

5. प्रतिभूतिकरण से हिस्साधारकों को बहुत से लाभ मिल सकते हैं। परंपरागत सामान्य (वेनिला) प्रतिभूतिकरण उत्पादों के कुछ लाभ निम्नानुसार हैं :-

प्रारंभकर्ताओं के लिए

- प्रतिभूतिकरण, तुलन पत्र से आस्तियों को हटाते हुए किसी प्रारंभकर्ता की पूंजी को मुक्त करता है। इस तरह से, अब पूंजी लाभ की संभावना वाली नई आस्तियां खरीदने के लिए उपलब्ध होती है।
- प्रतिभूतिकरण के माध्यम से, प्रारंभकर्ता अपेक्षाकृत निम्न क्रेडिट रेटिंग होने के बाद भी नगद प्रवाह की बेहतर रेटिंग होने से कम लागत के साथ इस प्रकार की उच्च रेटिंग वाले नगदी प्रवाहों के बदले उधार ले पाएंगे/निधि की उगाही कर सकेंगे।
- भविष्य की प्राप्तियों के नगद से प्रतिस्थापित हो जाने से प्रारंभकर्ता की चलनिधि स्थिति में सुधार होता है।
- प्रतिभूतिकरण को ऋण, बाजार या चलनिधि जैसे जोखिम या प्रारंभकर्ता के तुलन पत्र में जोखिम केंद्रित हाने जैसे जाखिमों का प्रतिसंतुलन करने एवं पुनर्वितरण करने के प्रबल औजार के रूप में प्रयोग किया जा सकता है।

निवेशकों के लिए

प्रतिभूतिकरण, निवेश करने वाली पार्टियों के लिए विभिन्न प्रकार के लाभ उपलब्ध कराता है :

- i. निवेशकों (उनके) ऋण पोर्टफोलियो में विविधता लाने (डाइवर्सिफिकेशन) के लिए एक अन्य विकल्प उपलब्ध कराता है।
- ii. यह निवेशकों की स्वयं की जोखिम प्रवणता के अनुसार, नगदी प्रवाह के अपेक्षाकृत कम या अधिक जोखिम वाले हिस्से में प्रतिभागिता की सुविधा प्रदान करता है।
- iii. उच्च रेटिंग वाली तथा ऋण-वर्धित प्रतिभूतियां निवेशों की सुरक्षा के साथ ही साथ पूंजीगत बचत को बढ़ाती हैं।
- iv. 'पूल सेवाकर्ता/सर्विसर' की उपस्थिति से विशेष प्रकार का अतिरिक्त आश्वासन एवं सुरक्षा प्राप्त होती है।
- v. प्रतिभूतिकरण से स्वयं की आवश्यकताओं के अनुसार नगदी प्रवाहों के समय को निर्धारित करने में लचीलेपन की सुविधा प्राप्त होती है।

सेवाकर्ताओं, न्यासियों, क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों और आढ़तियों के लिए

प्रतिभूतिकरण से कारोबार के अवसर में तथा शुल्क से प्राप्त होने वाली आय में वृद्धि होती है।

वित्तीय बाजारों के लिए

प्रतिभूतिकरण से वित्तीय बाजारों में वैकल्पिक ऋण लिखत उपलब्ध होते हैं तथा बाजार में चलनिधि की स्थिति में सुधार होता है। इससे बाजार की व्यापकता बढ़ती है और नए प्रतिभागियों का बाजार में शामिल होना संभव हो पाता है। इससे पूंजी पर प्रतिलाभ बढ़ता है, वित्तीय बाजारों में विविधता आती है और यह निधीयन के वैकल्पिक माध्यम के रूप में कार्य करता है। प्रतिभूतिकरण से ऋण बाजार में विविधता आती है क्योंकि यह ऋण प्रदान करने और निधीयन की प्रक्रिया को बहुत से विवेकी कदमों में विभक्त कर देता है जिसके कारण बड़ी अर्थव्यवस्थाओं का विशिष्टीकरण होता है। प्रतिभूतिकरण, जोखिम के विकेंद्रीकरण के माध्यम से वित्तीय बाजारों की दक्षता में वृद्धि करता है क्योंकि जोखिमों को एक साथ एकत्र करते हुए इनका बेहतर तरीके से प्रबंध करने के लिए तैयार प्रतिपक्षियों के बीच वितरित किया जा सकता है।

प्रतिभूतिकरण का विनियमन - वैश्विक पहल

6. विकसित देशों में 1970 के दशक में प्रतिभूतिकरण वित्तीय नवोन्मेष के रूप में उभर कर आया। उस समय के विनियामकीय

माहौल ने इस नवोन्मेष को न्यूनतम विनियमनों के साथ फलने-फूलने दिया। हालांकि, 2008 के बड़े वित्तीय संकट से मिली सीख के कारण अंतरराष्ट्रीय मानक तय करने वाली संस्थाओं, विनियामकों एवं सरकारों ने प्रतिभूतिकरण बाजार में निवेशकों के भरोसे को पुनः कायम करने के लिए बहुत से कदम उठाए। इन उठाए गए कदमों के मुख्य उद्देश्य निम्नलिखित थे - प्रतिभूतिकरण की श्रृंखला के अंतर्गत प्रतिभूतिकर्ताओं या प्रारंभकर्ताओं के लिए असंबद्ध प्रोत्साहनों तथा क्षतिपूर्ति प्रणाली में हितों के टकराव की चिंताओं का समाधान करना, प्रतिभूतिकरण की संरचना में पारदर्शिता को बढ़ाने के माध्यम से प्रतिभूतिकरण प्रक्रिया में सूचना की असममिति को दूर करना, जोखिम को बनाए रखने या 'अपने हितों को जोड़े रखना/स्किन इन द गेम' की अपेक्षाओं तथा प्रकटीकरण के अधिक कठोर मानदंडों की शुरुआत करना, क्रेडिट रेटिंग एजेंसियों के अभिशासन पर निगरानी बढ़ाने तथा रेटिंगों पर विनियामकों की आश्रितता को कम करना, रेहन (मॉर्टगेज) ऋणों में निवेशकर्ताओं की तुलना में रेहन प्रारंभकर्ताओं के प्रोत्साहनों को अनुकूल बनाना, प्रकटीकरण दस्तावेजीकरण का मानकीकरण करना इत्यादि। इनमें से प्रथम वरीयता बासेल III मानदंडों को होगी। इनके अलावा बैंकों के पर्यवेक्षण से संबंधित बासेल समिति (बीएसबीएस) के बासेल II मानदंडों, अमरीका के डॉड फ्रैंक वाल स्ट्रीट सुधारों एवं उपभोक्ता संरक्षण अधिनियम, पूंजी अपेक्षाओं के निर्देशों (सीआरडी II) तथा यूरोपीय संघ में वैकल्पिक निवेश निधि प्रबंध के निर्देशों (एआईएफएमडी), आईओएससीओ द्वारा सार्वजनिक प्रस्तावों एवं सूचीबद्ध करने के लिए प्रकटीकरण सिद्धांत बनाए जाने और जी20, एफएसबी इत्यादि के द्वारा जारी इस प्रकार के अन्य निर्देशों/दिशानिर्देशों को मजबूत बनाना होगा।

7. जुलाई 2009 में बासेल II के मानदंडों में वृद्धि होने के हिस्से के रूप में बीसीबीएस ने स्तंभ-1 (न्यूनतम पूंजी अपेक्षाओं) के अंतर्गत विशिष्ट प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों के संबंध में शर्तों को कठोर बनाया तथा इन उत्पादों में निहित जोखिमों को बेहतर ढंग से निरूपित करने के लिए पुनः प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों के लिए अधिक जोखिम भार प्रदान करना प्रारंभ किया। इसमें यह भी अपेक्षा की गई कि बाहर से रेटिंग किए गए प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों के संबंध में बैंक अधिक सख्ती से ऋण विश्लेषण करें। इसके तहत बैंकों से यह भी अपेक्षा है कि जिन प्रतिभूतियों की रेटिंग अत्यधिक की गई हो, उनका अधिक कड़ाई से ऋण विश्लेषण करें। अनुपूरक स्तंभ 2 (पर्यवेक्षी समीक्षा प्रक्रिया) में दिए गए दिशानिर्देशों में बहुत सी ध्यान देने योग्य कमजोरियों का निवारण किया गया जिनको जीएफसी के दौरान बैंकों की जोखिम प्रबंध प्रक्रिया में दर्शाया गया। जिन क्षेत्रों को

इसमें शामिल किया गया उनमें निम्नलिखित शामिल हैं -

- i. फर्म-व्यापी अभिशासन एवं जोखिम प्रबंध;
- ii. तुलन पत्र से इतर एक्सपोजरों एवं प्रतिभूतिकरण गतिविधियों के जोखिम को समाहित करना।
- iii. जोखिम केंद्रण का प्रबंध करना।
- iv. दीर्घावधि में जोखिमों तथा प्रतिलाभों का बेहतर ढंग से प्रबंध करने के लिए बैंकों को प्रोत्साहन प्रदान करना।
- v. क्षतिपूर्ति के लिए मजबूत परिपाटियां।

8. स्तंभ 3 (बाजार अनुशासन) के तहत कारोबारी बही (ट्रेड बुक) में प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों; तुलन पत्र से इतर माध्यमों (वीकल्स) को प्रायोजित करने; पुनः प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों तथा प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों से संबंधित प्रक्रियाधीन (पाइपलाइन) एवं भंडारण जोखिमों सहित बहुत से महत्वपूर्ण क्षेत्रों की अपेक्षाओं को मजबूती प्रदान की गई है।

9. इस बात को आगे बढ़ाते हुए, बीसीबीएस ने बासेल II प्रतिभूतिकरण ढांचे की कमियों को दूर करने तथा बैंकिंग बही में धारित प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों से संबंधित पूंजीगत मानकों को मजबूत बनाने के लिए दिसंबर 2014 में संशोधन प्रकाशित किए। जनवरी 2018 से प्रभावी होने वाला यह ढांचा समिति की व्यापक बासेल III कार्यसूची का हिस्सा है जो वैश्विक वित्तीय संकट की प्रतिक्रिया में बैंकों के लिए विनियामकीय मानकों का पुनर्निर्धारण करेगा और इस प्रकार बैंकिंग क्षेत्र को अधिक लचीला बनाने में अपना योगदान करता है। सबसे महत्वपूर्ण संशोधनों का संबंध निम्नलिखित से है -

- i. उपागमों का वर्गीकरण (हायरार्की)।
- ii. प्रत्येक उपागम में प्रयुक्त जोखिम निर्धारक; एवं
- iii. बैंकों को विनियामकीय पूंजी की राशि को अनिवार्य रूप से प्रतिभूतिकरण एक्सपोजरों (अर्थात् ढांचे को बारीकी से व्यवस्थित करना/ढांचे का केलिब्रेशन) के लिए रखना चाहिए।

10. उपागमों के संशोधित वर्गीकरण से बाहरी रेटिंगों पर निर्भरता कम हुई है। इसके कारण उपागमों का सरलीकरण हुआ तथा उनकी

संख्या भी सीमित हुई है। आंतरिक रेटिंग-आधारित उपागम इस वर्गीकरण के शीर्ष पर है। यदि बैंकों के पर्यवेक्षकों ने उनके आंतरिक मॉडलों के प्रयोग को अनुमोदन प्रदान किया हो तो वे इन उपागमों का प्रयोग कर सकते हैं। बाह्य-रेटिंग आधारित उपागम तथा मानकीकृत उपागम का प्रयोग इसके बाद किया जाता है, जिसमें क्षेत्राधिकारों के अंतर्गत क्रेडिट रेटिंगों के प्रयोग की अनुमति होती है। जोखिमों के अतिरिक्त कारकों का प्रयोग प्रारंभ किया गया है। विशेषरूप से, किसी प्रतिभूतिकरण के हिस्से की परिपक्वता पर किए जाने वाले विशिष्ट समायोजनों की शुरुआत की गई है।

11. प्रतिभूतिकरण के वहनीय बाजार के विकास के मार्ग में बाधा उत्पन्न करने वाले कारकों की पहचान करने के लिए हाल ही में प्रतिभूतिकरण बाजार विषय पर गठित बीसीबीएस-आईओएससीओ के संयुक्त कार्य-दल (टीएफएसएम) ने समीक्षा प्रारंभ किया है। टीएफएसएम ने प्रतिभूतिकरण की सहज (सिंपल), पारदर्शी (ट्रांसपेरेंट) एवं निरंतर (कंसिस्टेंट) - (एसटीसी) संरचना तैयार करने के लिए 14 मानदंडों की पहचान की है। यदि टीएफएसएम इनसे संतुष्ट होता है तो वह प्रतिभूतिकरण लेनदेन प्रक्रियाओं में सहजता, पारदर्शिता एवं निरंतरता के न्यूनतम मानदंड निर्धारित कर सकता है। एसटीसी प्रतिभूतिकरणों की पहचान करने के मानदंडों के संबंध में प्रतिभूतिकरण के संशोधित पूंजीगत ढांचे के साथ मंत्रणात्मक दस्तावेज दिसंबर 2014 में प्रकाशित किए गए और उन पर टिप्पणियां आमंत्रित की गईं।

भारत में प्रतिभूतिकरण का प्रारंभिक विनियमन

12. वैसे तो, प्रतिभूतिकरण बाजार के संबंध में स्वतः कोई समग्र एकल विनियामकीय ढांचा उपलब्ध नहीं है। परिणाम यह हुआ कि प्रतिभूतिकरण में हिस्सेदारी के संबंध में सिर्फ वित्तीय क्षेत्र के लिए स्पष्ट ढांचा ही उपलब्ध है।

13. कॉर्पोरेट ऋण एवं प्रतिभूतिकरण बाजार के विकास के लिए कॉर्पोरेट ऋण एवं प्रतिभूतिकरण के संबंध में उच्च स्तरीय समिति (अध्यक्ष : डॉ. आर.एच. पाटिल) की 2005 की अनुशंसाओं ने क्रांतिकारी परिवर्तन लाया।

14. टीटीवाईटी ने इस समिति की विभिन्न अनुशंसाओं को फरवरी 2006 में स्वीकार किया और बैंकों, वित्तीय संस्थानों (एफआई)

तथा गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों (एनबीएफसी) द्वारा मानक आस्तियों के प्रतिभूतिकरण के लिए दिशानिर्देश जारी किया। इन दिशानिर्देशों ने प्रतिभूतिकरण के विभिन्न महत्वपूर्ण पहलुओं के संबंध में विनियामकीय ढांचा उपलब्ध कराया।

15. 2007 में, प्रतिभूति करार (विनियमन) अधिनियम 1956 को संशोधित करते हुए “प्रतिभूति” की परिभाषा के अंतर्गत “प्रतिभूतिकृत लिखतों” को शामिल किया गया। इस संशोधन से शेयर बाजार में प्रतिभूतिकृत ऋणों को सूचीबद्ध करने और उनका कारोबार करने का मार्ग प्रशस्त हुआ है।

16. परिणामस्वरूप, जून 2007 में भारतीय प्रतिभूति एवं विनियम बोर्ड, (सेबी) ने “प्रतिभूतिकृत ऋण लिखतों के सार्वजनिक प्रस्तावों तथा उनको सूचीबद्ध किए जाने” के संबंध में विनियमों का मसौदा जारी किया है, जिसे औपचारिक रूप दिया जाना अभी शेष है। हालांकि, इन दिशानिर्देशों में वर्तमान परिपाटियों की तुलना में बहुत अलग प्रकार के लेनदेन की संरचना की परिकल्पना की गई है।

17. इसके पहले, वित्तीय आस्तियों का प्रतिभूतिकरण और पुनर्रचना तथा प्रतिभूति हितों का प्रवर्तन अधिनियम, 2002 (सरफेसी अधिनियम 2002) लागू होने से बैंकों की अनर्जक आस्तियों का प्रतिभूतिकरण संभव हुआ था, जिसके तहत बैंक अपनी अनर्जक आस्तियों को भारतीय रिज़र्व बैंक में पंजीकृत आस्ति पुनर्रचना कंपनियों को बेच सकते थे। सरफेसी अधिनियम ने आस्ति पुनर्रचना कंपनियों (एआरसी) के गठन का ढांचा भी तैयार किया जो बैंकों की विपत्तिग्रस्त आस्तियों के प्रतिभूतिकरण की विशेषज्ञ होती हैं।

प्रतिभूतिकरण के विनियमन में रिज़र्व बैंक की भूमिका

18. भारतीय रिज़र्व बैंक भारतीय वित्तीय प्रणाली के प्रमुख प्रतिभागियों (बैंकों, वित्तीय संस्थानों तथा एनबीएफसी) का विनियामक है और उसे प्रतिभूतिकरण में वित्तीय मध्यस्थों को विवेकपूर्णदंग से शामिल करना सुनिश्चित करना होता है।

19. रिज़र्व बैंक ने भारत में प्रतिभूतिकरण के संबंध में बैंकों, वित्तीय संस्थानों तथा गैर बैंकिंग वित्तीय कंपनियों पर प्रयोज्य समग्र दिशानिर्देश पहली बार बहुत पहले फरवरी 2006 में जारी किया था। इन दिशानिर्देशों में प्रतिभूतिकरण लेनदेनों से संबंधित

निम्नलिखित पहलुओं को समाहित किया गया :

- प्रतिभूतिकरण, एसपीवी, दिवालियापन (बैंकरप्सी) रिमोट, ऋण संवर्धन (क्रेडिट इनहांसमेंट) प्रथम हानि सुविधा (फर्स्ट लॉस फेसिलिटी), चलनिधि संबंधी सुविधाएं, सेवा प्रदाता तथा हामीदारी सुविधाओं (अंडरराइटिंग फेसिलिटी) जैसी प्रतिभूतिकरण से संबंधित महत्वपूर्ण संकल्पनाओं को व्यापकरूप से परिभाषित किया गया।
- ‘टू सेल’ का मानदंड एवं प्रारंभकर्ताओं और एसपीवी द्वारा पूरे किए जाने वाले मानदंड निर्धारित किए गए। कुछ महत्वपूर्ण मानदंड इस प्रकार हैं - प्रारंभकर्ताओं को एसपीवी द्वारा जारी की गई प्रतिभूतियों के लिए बाजार तैयार नहीं करना चाहिए, प्रारंभकर्ताओं को एसपीवी द्वारा जारी की गई प्रतिभूतियों में 10 प्रतिशत से अधिक निवेश नहीं करना चाहिए, प्रतिभूतियों में किसी प्रकार का विक्रय विकल्प (पुट ऑप्शन) नहीं हो सकता, इत्यादि।
- प्रारंभकर्ताओं एवं तृतीय पक्षों के लिए ऋण संवर्धनों, चलनिधि सहायता/सुविधाओं, हामीदारी सुविधाओं, सर्विसिंग व्यवस्थाओं इत्यादि के प्रावधानों के संबंध में विस्तृत पॉलिसी तैयार करना।
- ऋण संवर्धन के लिए पूंजी पर्याप्तता मानक - पूंजी से फर्स्ट लॉस ऋण संवर्धन को घटाया जाता है और सेकेंड लॉस सुविधा को रेटिंग के अनुसार जोखिम भार प्रदान किया जाता है। एसपीवी को हुए नुकसान की भरपाई के अलावा संवर्धित ऋण का आहरण/उसमें कमी उपलब्ध कराने वाले व्यक्ति/संस्था द्वारा लेनदेन की संपूर्ण अवधि के दौरान नहीं की जा सकती।
- एसपीवी द्वारा जारी की गई प्रतिभूतियों में निवेश के लिए विवेकपूर्ण मानदंड तैयार करना।
- प्रतिभूतिकरण लेनदेनों के लिए एकाउंटिंग ट्रीटमेंट - एक महत्वपूर्ण विशेषता यह थी कि बिक्री से होने वाले लाभ/प्रीमियम को जारी की गई प्रतिभूतियों की वैधता अवधि (जीवन काल) के दौरान परिशोधित किया जाना चाहिए या एसपीवी द्वारा जारी किया जाना चाहिए।

- प्रतिभूतिकरण लेनदेन और प्रकटीकरण के लिए समुचित सावधानी ढांचा एसपीवी/न्यासी और प्रवर्तकों द्वारा स्थापित किया जाना है।

20. प्रतिभूतिकरण से संबंधित वैश्विक वित्तीय संकट से मिली सीख के आधार पर और समुचित और स्वस्थ प्रतिभूतिकरण बाजार विकसित करने को ध्यान में रखते हुए फरवरी 2006 के भारतीय रिजर्व बैंक दिशानिर्देशों और मई 2012 में जारी दिशानिर्देशों से संबंधित संशोधनों की समीक्षा की गई है। जहां, भारत में प्रतिभूतिकरण ढांचा काफी बेहतर है, वहीं, तुरंत प्रतिभूतिकरण के इरादे से ऋण की शुरूआत और कुल संवितरण पूरा होने के पहले ही परियोजना ऋण के हिस्सों का प्रतिभूतिकरण जैसी कतिपय अविवेकपूर्ण प्रथाएं भी विकसित हुई जिससे परियोजना के कार्यान्वयन का जोखिम निवेशक पर आ रहा है। उपर्युक्त को ध्यान में रखते हुए और प्रतिभूतिकरण से संबंधित किए जा रहे अंतरराष्ट्रीय कार्य के अनुसार संशोधन का एक अन्य महत्वपूर्ण उद्देश्य प्रवर्तकों और निवेशकों के हितों में एकरूपता लाने को और प्रवर्तकों द्वारा किए गए निवेश से संबंधित हितों की प्रतिधारिता को सुनिश्चित करना भी था। इन दिशानिर्देशों में नकदी प्रवाह और अंतर्निहित प्रतिभूतियां, यदि कोई हो, के प्रत्यक्ष समनुदेशन के जरिए आस्तियों के अंतरण के लिए किए विवेकपूर्ण उपाय भी शामिल हैं। मई 2012 में जारी दिशानिर्देशों की महत्वपूर्ण विशेषताएं निम्नलिखित हैं:

- न्यूनतम धारिता अवधि (एमएचपी) का निर्देश : न्यूनतम धारिता अवधि ऋण की अवधि और चुकौती आवृत्ति के आधार पर 3 माह से 12 महीनों तक भिन्न-भिन्न होती है और भुगतान की गई किस्तों की संख्या के संदर्भ में परिभाषित की जाती है। एमएचपी के निर्धारण से संबंधित मानदंडों में निम्नलिखित को सुनिश्चित करना है: i) परियोजना कार्यान्वयन जोखिम निवेशकों पर पास ऑन न हो और न्यूनतम सुधार कार्यनिष्पादन प्रतिभूतिकरण के पूर्व प्रदर्शित किया जाना चाहिए ताकि बेहतर हामीदार मानदंड सुनिश्चित किए जा सके।

- न्यूनतम प्रतिधारिता जरूरत (एमआरआर) का निर्देश : 24 महीनों तक के ऋण के लिए 5 प्रतिशत और 24 महीनों से अधिक की अवधि वाले ऋणों के लिए 10 प्रतिशत। एमआरआर को मुख्यतः इस प्रकार बनाया गया है कि प्रवर्तक बैंकों को प्रतिभूतिकृत आस्तियों के निष्पादन में सतत धारिता रखना है ताकि यह सुनिश्चित किया जा सके कि प्रतिभूतिकृत ऋणों में समुचित सावधानी रखी जाती है।
- 'टू सेल मानदंड समनुदेशन लेनदेनों पर भी लागू किए जाएं।
- तैयार कर वितरित करने संबंधी मॉडल से संबंधित समस्याओं को हल करने को ध्यान में रखते हुए नकदी लाभ प्राप्ति के लिए उदारीकृत पहचान की अनुमति प्रदान की गई है।
- प्रकटीकरण जरूरतों को मजबूत किया गया और समुचित सावधानी प्रत्याशाओं का विस्तार किया गया।
- बैंक/वित्तीय संस्थान/एनबीएफसी के लिए उनकी प्रतिभूतिकरण स्थितियों को ध्यान में रखकर दबाव परीक्षण जरूरतों का निर्धारण किया गया। दबाव परीक्षण के कारकों में आर्थिक गिरावट की स्थिति में चूक दरों में हुई वृद्धि, ब्याज दरों में कमी आने से पूर्व भुगतान दरों में हुई बढ़ोतरी अथवा एक्सपोजर का समयपूर्व मोचन के चलते उधारकर्ताओं के आय स्तर में बढ़ोतरी, क्रेडिट सुधार की रेटिंग में गिरावट जिससे प्रतिभूतियों (आस्ति समर्थित प्रतिभूतियों/बंधक समर्थित प्रतिभूतियों) के बाजार मूल्य में गिरावट आई और प्रतिभूतियों की चलनिधि में कमी जिसके कारण उच्च विवेकपूर्ण मूल्यांकन समायोजन किए गए, इत्यादि शामिल हैं।
- ऋण निर्णय की आउटसोर्सिंग की अनुमति नहीं है।
- प्रवर्तकों पर यथा लागू दिशानिर्देशों का अनुपालन न करने के मामले में, प्रवर्तकों के लिए किसी प्रकार की पूंजी

रियायत उपलब्ध न होगी। निवेशकों के लिए, यथा लागू दिशानिर्देशों का अनुपालन न करने के मामले में, आस्ति पर 1111 प्रतिशत (मार्च 2015 में 1250 प्रतिशत से संशोधित) का जोखिम भार लगाया जाएगा।

- प्रतिभूति लेनदेनों/संरचनाओं के कतिपय फार्म की अनुमति नहीं है - पुनःप्रतिभूतिकरण और सिंथेटिक प्रतिभूतिकरण जैसी जटिल संरचनाओं की अनुमति नहीं है। परिक्रामी उधार सुविधाओं को प्रतिभूतिकृत/निर्दिष्ट नहीं किया जा सकता है। ऋणों का प्रतिभूतिकरण/समनुदेशन जहां ब्याज और मूल राशि केवल परिपक्वता पर ही देय है, की अनुमति नहीं है - क्योंकि पिछली चुकौती की स्थिति का मूल्यांकन करना संभव नहीं है।
- समनुदेशन लेनदेन के मामले में ऋण वृद्धि की अनुमति नहीं है- क्योंकि समनुदेशन आम तौर पर दो वित्तीय संस्थानों के बीच होता है। यह आशा की जाती है कि खरीद करने वाली संस्था आस्तियों का अधिग्रहण करते समय ऋण वृद्धि पर निर्भर होने के बजाय स्वयं के समुचित सावधानी बरतने के उपाय करें।

भारतीय प्रतिभूतिकरण बाजार और लेनदेन की मात्रा

21. भारतीय बाजार अभी प्रारंभिक अवस्था में है क्योंकि इसे बैंकों द्वारा प्राथमिकताप्राप्त क्षेत्र उधार के लिए निर्धारित लक्ष्यों को प्राप्त करने की जरूरत है। प्रवर्तकों और निवेशकों का दायरा मुख्य प्रवर्तक एनबीएफसी और निवेशक बैंक होने के कारण सीमित है। सरकारी बैंक अधिकांशतः इसमें शामिल नहीं होते हैं। आस्ति समर्थित प्रतिभूतिकरण (एबीएस) भारत में सबसे बड़ा प्रतिभूतिकरण वर्ग है जिसमें ज्यादातर बैंक के रीटेल ऋण पोर्टफोलियो शामिल होते हैं। एसएमआई और परिवर्तन वित्त वर्ग और सूक्ष्म वित्त संस्थाओं में परिचालित आस्ति वर्ग कंपनियों जैसी एनबीएफसी प्रवर्तक के रूप में बहुत सक्रिय हैं। यद्यपि, इस बाजार की शुरुआत वर्ष 2000 से हुई थी, फिर भी, स्पष्ट रूप से जीएफसी का प्रभाव भारतीय बाजार में है। यह देखा गया है कि

भारतीय प्रतिभूतिकरण बाजार जो मार्च 2008 तक ₹63,730 करोड़ के उच्च स्तर पर पहुंच गया था, मार्च 2014 में काफी गिरकर ₹28,800 करोड़ रह गया।

22. सूक्ष्म वित्त कंपनियां बहुत अधिक भूमिका अदा करती हैं, इसका मुख्य कारण उनका पीएसएल अंतर्निहित पूल है। हाल के वर्षों के दौरान घटित एक अन्य सकारात्मक गतिविधि एकल अंश संरचना के बजाए बहु अंश उत्पादों को अधिक प्राथमिकता देना है। अधिक प्रोत्साहित करने वाला एक अन्य कारक निवेशकों द्वारा कम रेटेड बड़े अंश के लिए प्राथमिकता है। यह देखा गया है कि वित्तीय वर्ष 2014 के दौरान प्रवर्तन के स्तर पर एएए रिटिंग्स की संख्या 2012 के 45 प्रतिशत से घटकर 26 प्रतिशत रह गई है।

23. भारतीय प्रतिभूतिकरण बाजार में बीमा, पेन्शन और म्यूचुअल फंड महत्वपूर्ण भूमिका अदा कर सकते हैं, क्योंकि वे दीर्घावधि के लिए निवेश कर सकते हैं और उनमें जोखिम वहन क्षमता, न्यून अंशों में एक्सपोजर लेने के लिए क्षमता और विशेषज्ञता भी है। तथापि, पेन्शन फंड को प्रतिभूतिकरण पीटीसी में निवेश करने की अनुमति नहीं है और बीमा कंपनियों को मात्र उच्च निवेश ग्रेड एएए में निवेश की अनुमति है। म्यूचुअल फंड पिछले लंबित कोर्ट मामलों और उनके निवेश के लिए कर आशय पर स्थिति स्पष्ट न होने के कारण अभी प्रतिभूतिगत पेपर में निवेश करने से हिचक रहे हैं। वित्त विधेयक 2013 में, म्यूचुअल फंड को प्रतिभूतिकरण एसपीवी पर लागू वितरण कर से छूट प्रदान की गई है।

भारतीय वित्तीय बाजार में प्रतिभूतिकरण के लिए कम वहन क्षमता

24. भारत में प्रतिभूतिकरण के लिए वहन क्षमता कम रही है; इसका प्रयोग बैंकों द्वारा निवेशक के रूप में प्राथमिकताप्राप्त क्षेत्र को उधार देने से संबंधित लक्ष्यों को प्राप्त करने के लिए, एनबीएफसी प्रवर्तकों होने के रूप में किया गया है। कम वहन क्षमता होने के पीछे अनेक कारक हो सकते हैं, जिसमें कानूनी, कराधान और स्टैम्प शुल्क आदि शामिल हैं।

25. हाल ही में, हमने भारत में प्रतिभूतिकरण बाजार का एक सूचनापरक और त्वरित सर्वेक्षण किया था। इसका प्राथमिक उद्देश्य बाजार द्वारा सामना किए जा रहे मुद्दों और जोखिम अंतरण और चलनिधि बढ़ाने से संबंधित उत्पाद के रूप में प्रतिभूतिकरण में कम प्रगति होने के कारणों का मूल्यांकन करने के लिए किया गया था। सर्वेक्षण में प्रवर्तकों, निवेशकों, अन्य पक्ष चलनिधि और ऋण वृद्धि प्रदाता, सेवादाता और व्यवस्थापकों, एसपीवी/न्यासी, क्रेडिट रेटिंग्स एजेन्सी इत्यादि को शामिल किया गया है। प्रतिभागियों द्वारा चिह्नित प्रमुख मुद्दे प्रकटीकरण, दीर्घावधि स्वरूप वाले प्राप्यों की कम मांग, निवेशक आधार की कमी, कराधान, स्टैम्प शुल्क और प्रतिबंधात्मक कानून सहित कानूनी पक्षों के अलावा द्वितीयक बाजार की अनुपस्थिति से संबंधित थे।

आगे की राह - धीमी हो रही अथवा तीव्र

26. यद्यपि, वैश्विक वित्तीय संकट के बाद प्रतिभूतिकरण बाजार को पुनःरूप देने में काफी प्रगति हुई है, फिर भी, इस बात को सुनिश्चित करना है कि ये बाजार आर्थिक वृद्धि में योगदान देते हैं तथा वित्तीय स्थिरता पर और अधिक कार्य किए जाएं।

27. इस संबंध में, हमें यह नोट करना जरूरी है कि विनियामक ढांचे पर भी उंगलियां उठी हैं। यह आरोप लगाया गया है कि विनियामक रूढ़िवादी हैं और सेगमेंट की वृद्धि में बाधा डालते हैं। समनुदेशन पर प्रतिबंध, पुनःप्रतिभूतिकरण का निषेध, बीमा और पेन्शन फंड पर प्रतिबंध, प्रतिबंधित प्रथम-हानि प्रावधान, प्रतिबंधक ऋण वृद्धि प्रावधान इत्यादि को अड़चनों के रूप में उल्लेख किया गया है। कर संबंधित डिस्इनसेंटिव, जिसके चलते म्यूचुअल फंड और बैंक जैसे निवेशकों बाहर हो गये, के कारण आलोचक कहते हैं कि भारतीय प्रतिभूतिकरण बाजार आने वाले समय में केवल घट सकता है।

28. मेरा विचार इससे भिन्न है, मेरे विचार में, भारतीय प्रतिभूतिकरण बाजार में इस दिशा में आगे बढ़ने के लिए तत्पर है। मैं इस पर विस्तार से चर्चा करना चाहूंगा।

29. पहला, प्राथमिकताप्राप्त क्षेत्र का दायित्व प्रतिभूतिकरण के लिए एक बेहतर कारण होना बना रहेगा। जहां, प्रारंभ किए जाने वाले प्राथमिकता प्राप्त क्षेत्र को उधार देने संबंधी प्रमाणपत्र (पीएसएलसी) बाजार को नुकसान पहुंचा सकता है, वहीं

पोर्टफोलियो के विविधिकरण की आवश्यकता होगी और इसलिए अभी भी प्रतिभूतिकरण की गुंजाइश होगी।

30. दूसरा, एनबीएफसी, वे चाहे एसएमई को वित्त देने अथवा परिवहन को वित्त देने में विशेषज्ञ रखने वाली आस्तित्व वित्त कंपनियां हों, अथवा वे एमएफआई अथवा आवास वित्त कंपनियां हों, उनकी यूएसपी ऋण सजुन करने और उन क्षेत्रों को अग्रिम देना, जहां मुख्य धारा के बैंकों की पहुंच न के बराबर है, से संबंधित उनकी क्षमता है। उनमें तुलनात्मक लाभ है और उनका लाभ उठाने के लिए उनके पास प्रतिभूतिकरण के सहारे लेने के अच्छे अवसर होंगे।

31. तीसरा, विशिष्ट श्रेणी के (डिफ्रेंशिएटेड) बैंक का नया समूह, लघु वित्त बैंक, जिनका प्रमुख पोर्टफोलियो लघु ऋण होगा, अपने तुलनपत्र में विविधता लाने के लिए प्रतिभूतिकरण का आसरा लेंगे। इन्हीं संभावनाओं में, वे संभवतः बृहद् आकार वाले ऋण देने में क्षमता विकसित करेंगे और प्रतिभूतिकरण के जरिए बड़े ऋण के विविधिकृत पोर्टफोलियो विकसित का सहारा लेंगे।

32. चौथा, बुनियादी संरचनागत वित्त और परियोजना वित्त के दबाव और गैर-निष्पादन से संबंधित हुए हाल के अनुभव को देखते हुए, इस प्रकार के बड़े ऋणों के ऋण मूल्यांकन में बड़े बैंकों के अलावा क्षमता के बारे में प्रश्न उठाए गए हैं। यह इन बैंकों को विवश कर सकता है कि वे परियोजना के टेक ऑफ करने के बाद प्रतिभूतिकरण के जरिए बड़े बुनियादी संरचना और परियोजना ऋणों में भाग ले न कि नकदी प्रवाह निकलने के पहले कन्सोर्टियम अथवा बहु बैंकिंग व्यवस्था में भाग ले।

33. ऐसा करने के लिए, एनबीएफसी सहित बैंकों और वित्तीय संस्थानों को मनोभाव और धारणा में बदलाव लाना होगा।

34. इन संस्थानों को निम्नलिखित प्रश्नों को दर्शाना चाहिए :

- क्या हम सृजित करने अथवा धारिता में बेहतर है?
- क्या हमारे पास सघन पॉकेट हैं?
- क्या हम निरंतर टर्नओवर अथवा वृद्धि के बिना धारिता में कोई मूल्य पाते हैं?

- विविधिकरण के लिए, क्या हम अपना पूरा पोर्टफोलियो बनाते हैं अथवा उसका कुछ हिस्सा अधिग्रहित करते हैं?
- क्या हमें ऋण के सभी वर्गों में क्षमता बनानी चाहिए अथवा हमारे लिए सबसे उपयुक्त वर्ग पर ध्यान देना चाहिए?

35. उन्हें भी तैयार रहने की आवश्यकता है। मुख्य रूप से, उन्हें उच्च गुणवत्ता के नकदी प्रवाहों को बांटने के लिए तैयार रहने चाहिए और बेहतर नकदी प्रवाहों के लाभ को साझा करना चाहिए।

36. विनियामक के रूप में, हम वित्तीय बाजार की गतिविधियों की मदद करने के लिए हमेशा तैयार हैं। जैसा कि हम जानते हैं कि सेबी द्वारा विस्तृत सांचा तैयार करने की पहल की जा रही है जिससे

प्रकटीकरण जरूरत, जिसमें प्रतिभूतिकरण लेनदेन/उत्पाद के सभी पक्षों की जानकारी शामिल है, को अनिवार्य करना होगा। उसी प्रकार, सेबी ट्रेडिंग और रिपोर्टिंग प्लेटफार्म की स्थापना करने की संभावना की जांच कर रहा है, जहां सभी प्रकार के प्रतिभूतिकरण लेनदेन दर्ज किए जाएंगे और एक केंद्रीकृत डाटा रिपॉजिटरी प्रतिभूतिकरण बाजार सहभागियों के लिए उपलब्ध होगा। आईआरडीए और पीएफआरडीए से अनुरोध किया गया है कि वे प्रतिभूतिकृत उत्पादों में बीमा और पेंशन कंपनियों द्वारा दीर्घावधि निवेश करने के लिए अपने नियमों और विनियमनों पर विचार करें। रिजर्व बैंक भी सतत आधार पर दिशानिर्देशों की समीक्षा करेगा।

37. मुझे धैर्यपूर्वक सुनने के लिए आप सभी का धन्यवाद।